

「国債消化」のために個人向け優遇を

市場からの国債買い入れ量を減らす日銀。今後の安定消化のため個人の資金を誘導する税制優遇措置が必要だ。

森田長太郎 オールニッポン・アセットマネジメント執行役員／チーフストラテジスト、ウオールズ&ブリッジ代表



もりた・ちょうたろう
慶応大学経済学部卒業。日興リサーチセンター、日興ソロモン・スミス・バーニー証券、ドイツ証券、パークレイズ証券、SMBC日興証券を経て2023年10月から現職。日本国債市場での経験は通算で30年超。グローバルな経済、財政政策の分析などマクロ的アプローチに特色。

撮影：大澤 誠



日本銀行が保有する国債の新たな買い手に銀行や生保はなりにくい

中

東情勢の先行きは不透明だが、一部には第2次石油ショック再来との指摘も出てきている。こうした懸念が現実になった場合、わが国でも、インフレ警戒とともに、長期金利の急騰リスクにも十分な備えを行っていく必要がある。その際に重要な点は、1つは、中央銀行が「インフレ期待」をよく監視し、コントロールすること。もう1つは、政府が国債の発行管理を適正に行うことだ。1つ目の課題については、第2次石油ショック時の日本銀行の適切な行動が、その後数十年間にわたる日本のインフレ率安定をもたらしたと高く評価された。日銀は今後の情勢次第では、インフレをめぐって歴史的な判断を再び迫られる可能性もある。

本稿では2つ目の課題である国債の発行管理について述べていく。

ここで最も重要なのは、国債発行量の抑制、すなわち財政収支の管理だ。物価高対策として一定程度の財政的措置は必要だが、それが財政収支の大幅な悪化をもたらすと、インフレ期待を急激に高めてしまうリスクがある。

この「一丁目一番地」の次に求められるのが、発行当局による適切な市場分析と、それに基づく最適な国債発行政策の実施だ。

市場が将来のインフレ警戒を強めると、イールドカーブにはステイプ化（長い年限の金利がより上昇すること）の圧力が強まる。これにより過剰なリスクプレミアムが発生する。当然、国債発行コスト、すなわち利払い費の急増を招くことに加え、株式市場なども含めて資本市場全体に大きな打撃を与える可能性もある。

特に、現在の日本国債（JGB）市場は、需給的に大きな構造問題を3つ抱えている。1つ目は、日銀が正常化のプロセスで市場からの国債買い入れ量を段階的に減らしていることだ。2つ目は、10年超の超長期債の主な買い手である生命保険（生保）の規制対応での需要が一巡してきたことである。3つ目は、日銀の買い入れ削減の受け皿として保有増加が期待される銀行が、規制制約もあり日銀の

保有削減分の一部しか購入できないとみられていることだ。

実際に、JGB市場ではすでに昨年から過剰なリスクプレミアムが発生している。JGBのイールドカーブの形状を異次元緩和前（2000～12年の平均値）と比較すると、2年～10年（2年債と10年債）のスプレッドは67ベーシスポイント（bp）と異次元緩和前の105bpより小さいものの、10年～30年は逆に異次元緩和前の84bpから現状は100bpに拡大している。10年～30年スプレッドの大きさは生保の購入減少の影響とみられる。逆に2年～10年のスプレッドがまだ小さいのは、日銀の国債買い入れが10年以下に集中している影響と考えられる。今後、日銀の買い入れ削減が進捗していくにつれてスプレッドの拡大が進んでいくと予想される。

インフレリスク顕在化への備えという名目ではないものの、発行当局はすでに、構造的な需給問題への対応に取り組んでいる。24年から超長期債の発行減額に踏み切っているほか、26年末から個人向け国債の販売対象を非営利法人などにも広げることが決まっている。さらに、金利リスクの小さい変動利付国債の発行を27年以降に開始する予定だ。

ただ、日銀の国債保有減少の受け皿としては、銀行以外に100兆円規模の需要が必要になるとの試算もある。超長期債の発行減額が今後も継続していくと、その分は上乘せされる。現行出ている対応だけでは十分とはいえない。

家計の資金を国債投資に

そこで注目されるのが個人だ。個人の国債保有には、機関投資家のような制度的上限はない。現在2%程度の日本の家計の保有比率がアメリカ並みの10%まで上げれば、約80兆円の安定消化先となる。しかし、これは「言うはやすく行うはかたし」だ。個人の資金を国債投資に誘導するには、株式投資などとの比較で期待リターンが

まだ十分に高いとはいえない。個人が購入対象にしやすい10年以下の金利は、日銀の大量国債保有により過去と比べてまだ抑えられている点は先に指摘したとおりだ。

インフレリスクが将来顕在化した際に日銀の国債保有が大きく減ると国債市場が混乱する可能性がある。一方で、日銀の国債保有が十分に削減される前の段階では長期金利が実勢より抑えられてしまう分、安定消化先となりうる個人の投資意欲を喚起しにくい。この難しい問題を解決する方策は、日銀の保有削減が完了するまでの間、個人向け限定で国債に何らかの税制優遇措置を付与することだ。税制優遇措置は海外の国債発行において多く行われていることであり、

国債の安定消化先確保との見合いでのコストという考え方に基づく。

しかし、国債投資への税制優遇は減税の一種で、徴税という観点からは財政当局も簡単には容認できない。また、昨年来の長期金利の急上昇が政治家の財政拡張要望を抑制した面があり、ある程度の長期金利上昇は財政規律維持に有効との考え方もないわけではない。財政当局の立場も複雑だ。とはいえ、今回の中東情勢も踏まえ、デフレ的な経済からインフレ的な経済に転換しつつあるとの長期的な視点を持つとき、財政当局として最も優先すべきは国債発行の適切な管理である、という大局的な視点からの政策判断が求められている局面だといえよう。

3月30日～4月5日の経済日程

3月31日(火)

全都道府県で最低賃金が
時給1016円以上となり、「年収106
万円の壁」解消
中国3月の製造業PMI(購買担当者
景気指数)発表

4月1日(水)

老朽マンションの解体促進の
仕組み創設
軽油引取税の暫定税率廃止
3月の日銀短観公表
子ども・子育て支援金制度創設
私立高校授業料と公立小学校
給食費の「無償化」開始

2日(木)

米トランプ政権「相互関税」公表
から1年
米2月の貿易収支発表

3日(金)

米グッドフライデー(聖金曜日)で
株式・商品市場が休場
米3月の雇用統計発表

